



Банк России



О ЧЕМ ГОВОРЯТ ТРЕНДЫ Макроэкономика и рынки

Бюллетень Департамента исследований и прогнозирования

Апрель 2023

ОГЛАВЛЕНИЕ

Краткое содержание	3
1. Инфляция	4
1.1. Рост цен остается сдержанным при увеличении проинфляционных рисков	4
2. Экономическая динамика	10
2.1. Устойчивое расширение деловой активности в I квартале	10
2.2. Рост кредитования вновь ускорился	14
3. Финансовые рынки	17
3.1. Наклон кривой ОФЗ остается высоким	17
3.2. Сокращение добычи ОПЕК+ сгладит колебания нефтяных цен	18
В фокусе. Низкая мобильность на рынке труда может сдерживать скорость структурной перестройки экономики	21

Бюллетень подготовлен Департаментом исследований и прогнозирования по данным на 14.04.2023. Выводы и рекомендации, содержащиеся в бюллетене, могут не совпадать с официальной позицией Банка России.

Замечания и предложения по содержанию просим отправлять по адресу dip1@cbr.ru.

Фото на обложке: Shutterstock/FOTODOM

107016, Москва, ул. Неглинная, 12

Официальный сайт Банка России: www.cbr.ru

Краткое содержание

Итоги

- В большинстве отраслей российской экономики в I квартале 2023 г. наблюдался рост. При этом, несмотря на постепенное оживление спроса и улучшение потребительских настроений, устойчивое инфляционное давление оставалось умеренным. Инфляционные ожидания населения и бизнеса сохранились на повышенном уровне. Проинфляционные риски, связанные с бюджетной политикой, рынком труда и внешними условиями, продолжают преобладать над дезинфляционными.
 - Статистические показатели подтвердили, что в феврале происходил уверенный рост экономической активности. Судя по оперативным и опросным показателям, в марте он продолжился. Увеличился потребительский спрос, подпитываемый повышением трудовых доходов. При этом ближе к концу месяца появились отдельные признаки замедления роста в группах отраслей, ориентированных на внешний и инвестиционный спрос.
 - Ценовая динамика в марте оставалась умеренной. Несмотря на оживление потребительского спроса, рост цен на товары сдерживался созданными ранее запасами и снижением мировых продовольственных цен. Вместе с тем постепенно усиливается рост цен производителей потребительских товаров. Это указывает на вероятное повышение инфляционного давления в предстоящие месяцы.
 - Доходности ОФЗ в марте изменились слабо. Возросшие заимствования и опасения сохранения повышенного дефицита бюджета в среднесрочной перспективе по-прежнему определяют значительный положительный спред между доходностями долгосрочных и краткосрочных ОФЗ.

В фокусе. Низкая мобильность на рынке труда может сдерживать скорость структурной перестройки экономики

- Российский рынок труда в периоды адаптации к кризисным ситуациям исторически характеризуется относительной жесткостью с низкой межотраслевой и межрегиональной мобильностью, а также активно растущей неполной занятостью.
- Усиление конкуренции за работников при негативной динамике предложения труда, связанной с временными вызовами и долгосрочными демографическими трендами, во многом объясняет сокращение безработицы до исторически низкого уровня и ускоренный рост заработной платы.
- Увеличение мобильности рабочей силы занимает длительное время, что может стать одним из факторов, снижающих скорость структурной перестройки экономики. Для преодоления таких негативных эффектов нужна активная политика по повышению мобильности, как отраслевой, так и региональной.

1. Инфляция

Годовая инфляция быстро снизилась и по итогам марта составила 3,5%. Умеренными остаются и текущие недельные и месячные темпы роста потребительских цен. Вместе с тем усиливаются факторы и риски, определяющие более высокий устойчивый рост цен в будущем. Это создает дилемму для денежно-кредитной политики: превентивно реагировать на риски усиления ценового давления с учетом лагов, с которыми ДКП влияет на инфляцию, или ждать явного подтверждения, что проинфляционные риски реализуются в значительной мере.

На потребительском товарном рынке с осени действуют сдерживающие рост цен факторы, преимущественно разового характера. Так, высокий урожай зерновых и масличных культур в России в прошлом году, логистические экспортные ограничения и снижение мировых цен продолжают сдерживать рост цен на товары этой группы, включая продукцию пищевой промышленности. Произошедшее увеличение производства мясной и молочной продукции в ситуации ограниченных возможностей для ее экспорта также сдерживает рост цен на нее. Сформированные в середине 2022 г. запасы непродовольственных импортных потребительских товаров, приобретенных в период значительного укрепления рубля летом и осенью, сдерживают перенос текущего ослабления курса. Товары незнакомых российскому потребителю марок и брендов, замещающих ушедшие бренды, часто входят в более низкие ценовые категории и продаются по ценам с низкой маржой для привлечения потребителей к этим новым брендам, увеличения доли рынка.

Действие этих факторов может сохраниться еще какое-то время и пока компенсировать растущее влияние проинфляционных факторов. К числу последних относятся стимулирующая спрос бюджетная политика в сочетании с уверенным ростом кредитования, в том числе потребительского, ослабление рубля и продолжающееся оживление экономической и потребительской активности, подпитываемое ростом доходов и дефицитом на рынке труда.

1.1. Рост цен остается сдержанным при увеличении проинфляционных рисков

- В марте темп роста потребительских цен замедлился до 3,5% м/м SAAR, а годовая инфляция снизилась до 3,5% из-за выхода из базы расчета высоких темпов марта 2022 года. На 10 апреля оценка годовой инфляции понизилась до 3,15%. Динамика цен осталась сдержанной в сегментах продовольственных и непродовольственных товаров при сохранении повышенного догоняющего роста цен в услугах.
- Основные дезинфляционные факторы на стороне предложения: высокие запасы товаров, закупленных в 2022 г. по относительно крепкому курсу, развитие рынка собственных торговых марок (СТМ) и масштабные скидки для повышения интереса потребителей к новым брендам сдерживают рост цен, несмотря на ослабление

рубля и активизацию потребительского спроса. По мере исчерпания запасов и адаптации потребителей к новому ассортименту товаров заметнее будут проявляться проинфляционные факторы.

- В период сильных структурных сдвигов предложения и спроса статистика может улавливать эти изменения с запаздыванием. Сейчас это особенно актуально для рынка непродовольственных товаров длительного пользования.

В марте инфляция замедлилась до 3,5% преимущественно за счет эффекта высокой статистической базы весны 2022 года. Он продолжает сказываться – к 10 апреля оценка годовой инфляции понизилась до 3,15%.

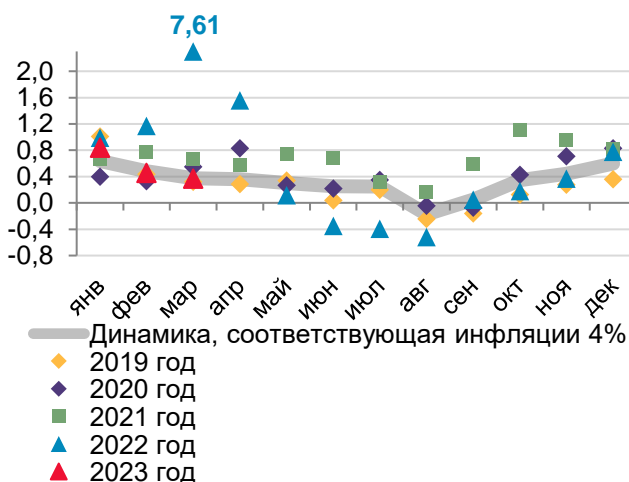
Темп роста потребительских цен с поправкой на сезонность остался ниже уровня, соответствующего инфляции 4% в годовом выражении (Рисунок 1). В сегментах продовольственных и непродовольственных товаров изменение цен было незначительным, при этом в услугах рост цен остался на повышенном уровне (Таблица 1).

Таблица 1. Инфляция и ее компоненты

	Мар.	Мар.	Янв.	Фев.	Мар.
	2021	2022	2023		
% г/г					
Все товары и услуги	5,8	16,7	11,8	11,0	3,5
Базовая инфляция	5,4	18,7	13,7	12,7	3,7
Прод. товары	7,6	18,0	10,2	9,3	2,6
Непрод. товары	5,9	20,3	12,2	11,2	0,1
Услуги	3,2	9,9	13,5	13,0	9,7
% м/м SAAR					
Все товары и услуги	7,5	138,8	5,4	3,3	3,5
Базовая инфляция	9,1	178,9	2,1	2,2	2,9
Прод. товары	8,3	114,3	6,4	2,4	-0,2
– без плодоовощей	14,3	90,6	0,4	-0,5	1,0
Непрод. товары	8,6	258,1	2,7	-0,9	1,3
– без нефтепродуктов и табака	7,1	356,6	2,6	-1,3	1,0
Услуги	5,1	59,3	8,0	10,8	11,4
– без ЖКУ	5,8	103,0	9,5	14,3	15,9

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

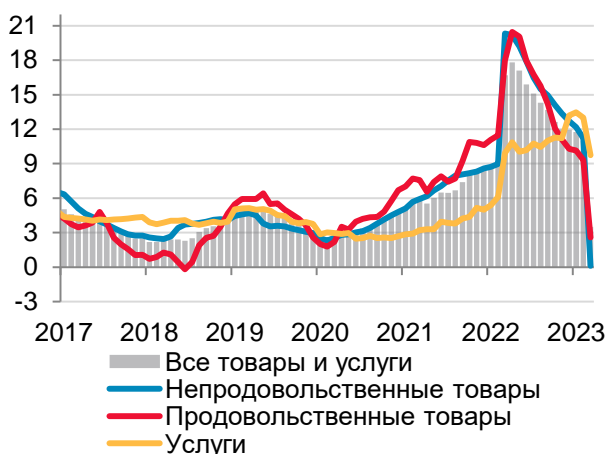
Рисунок 1. Рост цен, соответствующий инфляции 4%, % м/м



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

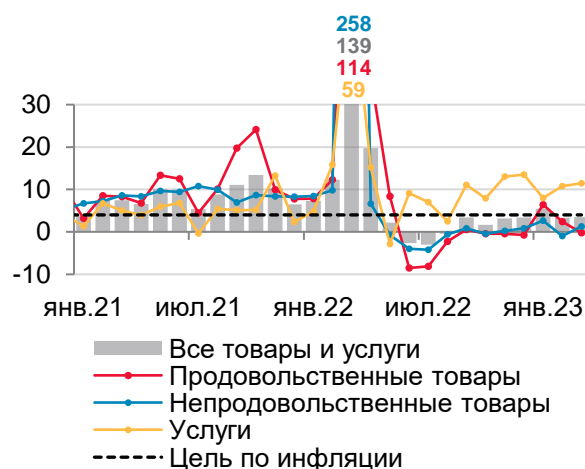
Цены на продовольствие снизились на 0,2% м/м SAAR после роста в предыдущие два месяца (Рисунок 5). Снижение обусловлено динамикой стоимости плодоовощной продукции: после переноса возросших издержек производителей тепличных овощей в конечные цены стоимость плодоовощной продукции снизилась (на 0,6% м/м SA), что не типично для начала весны (Рисунок 4). По оперативным недельным данным, в апреле цены на плодоовощную продукцию вернулись к сезонному росту.

Рисунок 2. Инфляция и ее компоненты, % г/г



Источник: Росстат.

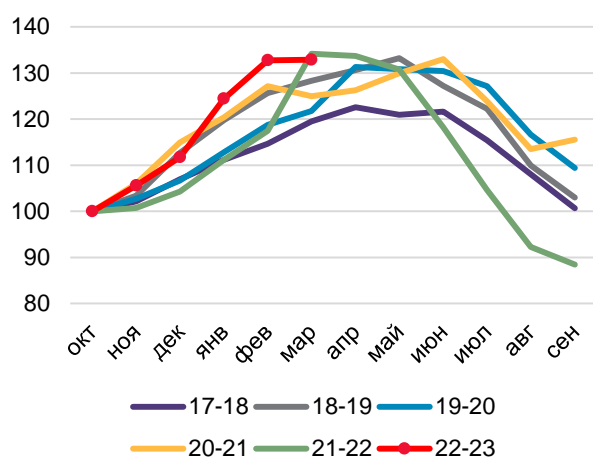
Рисунок 3. Сезонно сглаженный рост цен, % м/м SAAR



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

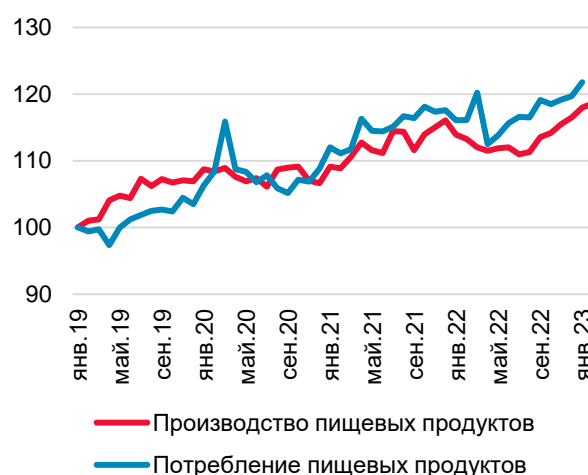
Цены на остальные категории продовольственных товаров в среднем изменились незначительно – их рост продолжают сдерживать расширение предложения и снизившиеся издержки (Рисунок 5). Однако действие этих факторов может завершиться в ближайшие месяцы. Динамика цен производителей указывает на нарастание проинфляционного давления с начала года (Рисунок 11).

Рисунок 4. Рост цен на плодоовощную продукцию относительно октября по годам, % NSA



Источник: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 5. Индексы производства и потребления пищевых продуктов, янв. 2019 = 100% SA



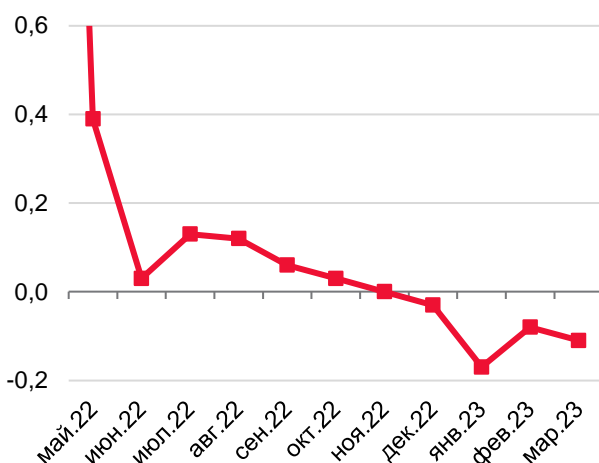
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

В непродовольственном сегменте цены практически не изменились (1,3% м/м SAAR). Основное сдерживающее влияние по-прежнему оказывает динамика стоимости товаров длительного пользования, сохраняющаяся на нисходящей траектории, несмотря на ослабление рубля и постепенную активизацию потребительского спроса. Это можно объяснить одновременным действием ряда факторов.

В сегменте электроники снижение цен продолжается на фоне сообщений ретейлеров о высоком росте продаж. Это может быть связано с заметным изменением потребительских предпочтений в пользу более бюджетных моделей и особенностями регистрации цен. Затруднять процесс регистрации цен может поиск аналогов для замещения наименований потребительской корзины, которые стали нерепрезентативными.

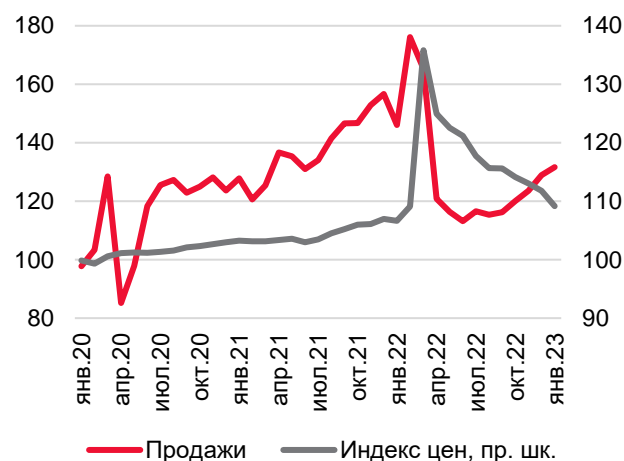
Сдерживает динамику цен непродовольственных товаров затоваривание. Так, [избыток предложения](#) бытовой техники связан с тем, что крупные партии товаров, которые были заказаны еще в первой половине 2022 г., когда рубль значительно укрепился, поступают в Россию из-за логистических трудностей только сейчас. Чтобы сбыть продукцию, продавцы [устанавливают значительные скидки](#). Это означает, что эффект переноса ослабления рубля может проявиться в ценах с большим лагом, чем обычно.

Рисунок 6. Рост цен на новые легковые автомобили иностранных марок, % м/м SA



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 7. Рост продаж и цен на электронику, SA, дек.19 = 100%



Примечание. Взвешенный индекс по электротоварам (компьютеры, смартфоны, телевизоры, холодильники, стиральные машины)

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

В услугах рост цен составил 11,4% после 10,8% м/м SAAR в феврале. Без учета наиболее волатильных категорий (туризма и воздушного транспорта) темп роста цен на услуги не изменился по сравнению с февралем, составив 4,6% м/м SAAR. Высокие темпы роста цен сохраняются в сегменте нерегулируемых услуг.

Основные показатели устойчивой ценовой динамики свидетельствуют об усилении дезинфляционных факторов в феврале и марте. Медиана распределения сократилась вдвое по сравнению с январем (Рисунок 9). Среднее из оценок модифицированных показателей базовой инфляции также снизилось, вернувшись к уровню III квартала предыдущего года.

Тем не менее проинфляционные риски повышаются. В январе и феврале на фоне возросших издержек и ослабления рубля выросли цены производителей в обработке в целом, ускорились темпы роста цен производителей продуктов и напитков (Рисунок 11).

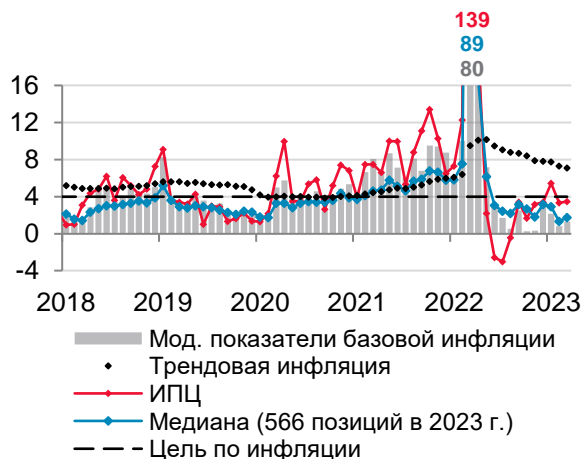
Ценовые ожидания предприятий, согласно результатам [мартовского опроса](#) Банка России, также выросли, особенно заметный рост наблюдается в торговле.

Рисунок 8. Курс доллара США к рублю (%) и медианные значения ИПЦ (% м/м SAAR)



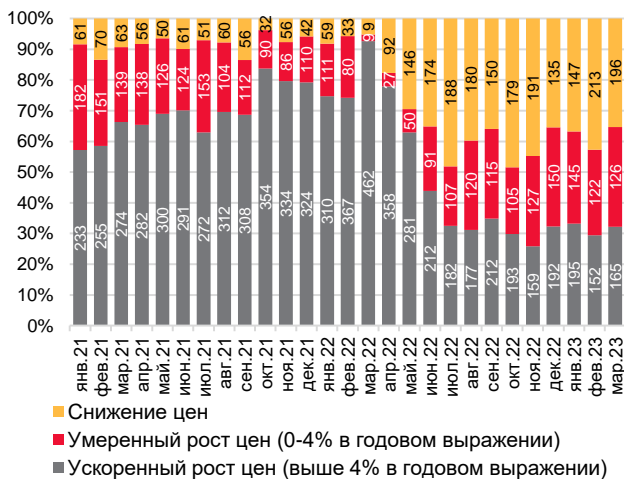
Источники: Банк России, Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 9. Модифицированные показатели* базовой инфляции (% в годовом выражении) и оценка трендовой инфляции (% г/г)



* Показатели рассчитаны методом исключения наиболее волатильных компонент и методом усечения.
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

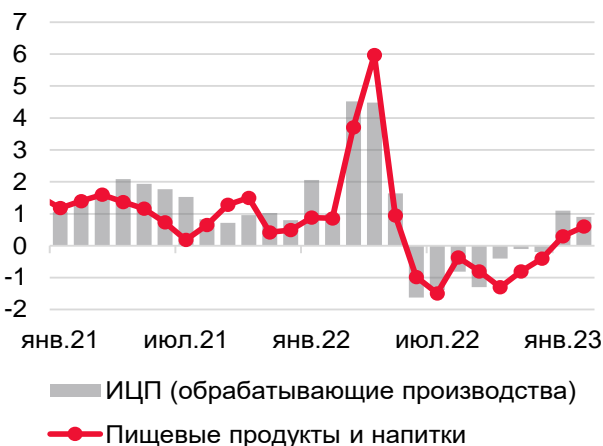
Рисунок 10. Суммарный вес товаров и услуг*, распределенный на основе сезонно сглаженных темпов роста цен



*Без плодоовощной продукции и регулируемых услуг.
Примечание. Числа – количество позиций.

Источники: Банк России, Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 11. ИЦП обрабатывающих отраслей*, % м/м SA



*Без учета металлургического производства, а также производства кокса и нефтепродуктов.

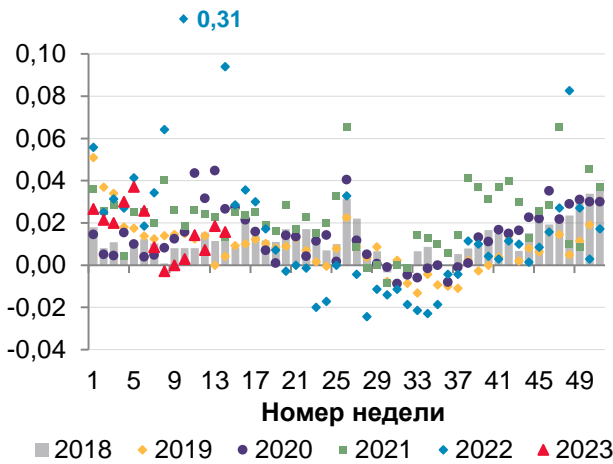
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

В начале апреля темп роста потребительских цен ускорился. За период с 1 по 10 апреля цены выросли на 0,17% (Рисунок 12). Оценка в значительной мере сложилась под влиянием волатильных компонент: удорожания плодоовощной продукции и авиабилетов (Рисунок 13). Однако также увеличились темпы роста цен некоторых относительно устой-

чивых категорий, превысив 4% в пересчете на год (непродовольственные товары повседневного спроса, иностранные автомобили). Повышенные темпы роста цен также сохраняются в бытовых услугах (8,4-14,3% в годовом выражении в последние две недели).

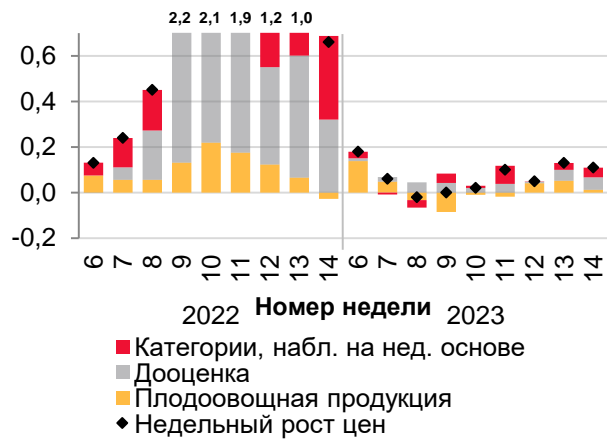
В целом инфляционное давление повысилось, средний уровень медианы распределения с конца марта приблизился к уровню 4% в годовом выражении (Рисунок 14). Оперативные данные свидетельствуют о продолжении восстановления потребительского спроса, траты населения растут в реальном выражении с конца марта ([СберИндекс](#)).

Рисунок 12. Среднесуточный прирост цен, %



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 13. Декомпозиция недельного роста цен, п.п.



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

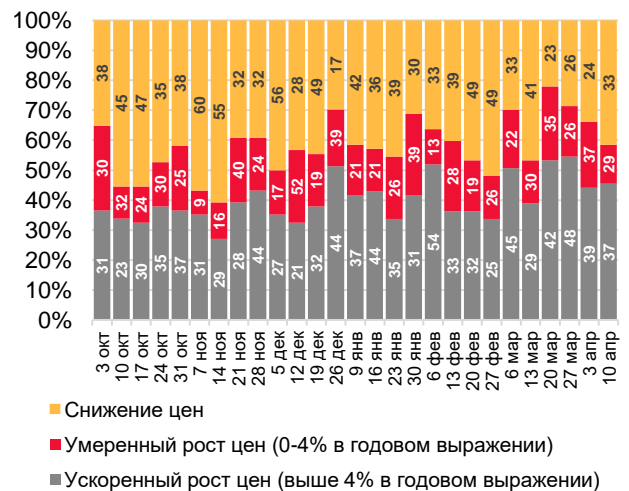
Рисунок 14. Темп роста стоимости и медиана распределения недельных приростов цен, % в пересчете на год



Примечание: расчет сделан на основании расширенного списка товаров и услуг без плодоовощной продукции и регулируемых тарифов.

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 15. Распределение индексов цен наблюдаемых на недельной основе категорий товаров и услуг*



* Столбцы – доля позиций (без учета плодоовощной продукции и регулируемых услуг, всего – 85 категорий), числа – их вес в недельной оценке ИПЦ.

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Баланс среднесрочных рисков все больше смещается в сторону проинфляционных. Основные из них на стороне предложения – рост издержек производителей и поставщиков товаров длительного пользования в связи с увеличением логистических цепочек и удешевлением рубля (о планируемом росте цен на 10–15% в 2023 г., в частности, сообщали импортеры [автомобилей](#) и [бытовой техники](#)). На стороне спроса – признаки улучшения потребительских настроений на фоне высокой поддержки со стороны бюджета. Банк России при проведении ДКП учитывает эти риски, принимаемые решения призваны обеспечить стабилизацию инфляции на целевом уровне вблизи 4% в среднесрочной перспективе.

2. Экономическая динамика

В феврале – марте экономический рост продолжился, судя по опережающим показателям и опросным данным. Его драйвером по-прежнему выступает спрос со стороны госсектора и домохозяйств. При этом стратегия бережливого потребления многих домохозяйств, преимущественно низкодоходных, предполагает смещение спроса в пользу бюджетных марок. Возможность купить товары по более низкой цене, в том числе под собственными торговыми марками сетей, позволяет экономить на покупках, не снижая количество покупаемых товаров. Часть этой экономии трансформировалась в сбережения в форме наличных рублей, спрос на которые в 2022 г. значительно вырос.

Продолжающийся рост номинальных и реальных доходов и зарплат в условиях кадрового дефицита и положительного финансового результата, регистрируемого во многих секторах, способствует дальнейшей активизации частного потребления. Со временем это может привести к постепенному отказу от модели бережливого потребления в случае сохранения улучшившихся в последние месяцы потребительских настроений.

Объявленное снижение нефтедобычи на 0,5 млн б/с до конца года вычтет из роста совокупного выпуска в марте – апреле, однако не изменит восходящий тренд. Более заметные для экономического роста риски связаны с продолжающимся процессом снижения прибыльности во многих отраслях на фоне увеличения издержек и снизившихся экспортных цен. В условиях усложнившегося доступа к передовым технологиям и времени, необходимого для их полного или частичного замещения внутренним производством, рост производительности труда может быть затруднен. Это будет сдерживать рост экономики, снижая тренд ее потенциального выпуска.

2.1. Устойчивое расширение деловой активности в I квартале

- Уверенное расширение деловой активности судя по данным оперативной статистики, продолжалось в течение всего I квартала. Рост ВВП в начале 2023 г. может

оказаться сопоставимым с темпами второго полугодия 2022 г.¹ (Рисунок 16). Основной вклад в рост активности внес внутренний спрос, экспортный оставался ограниченным.

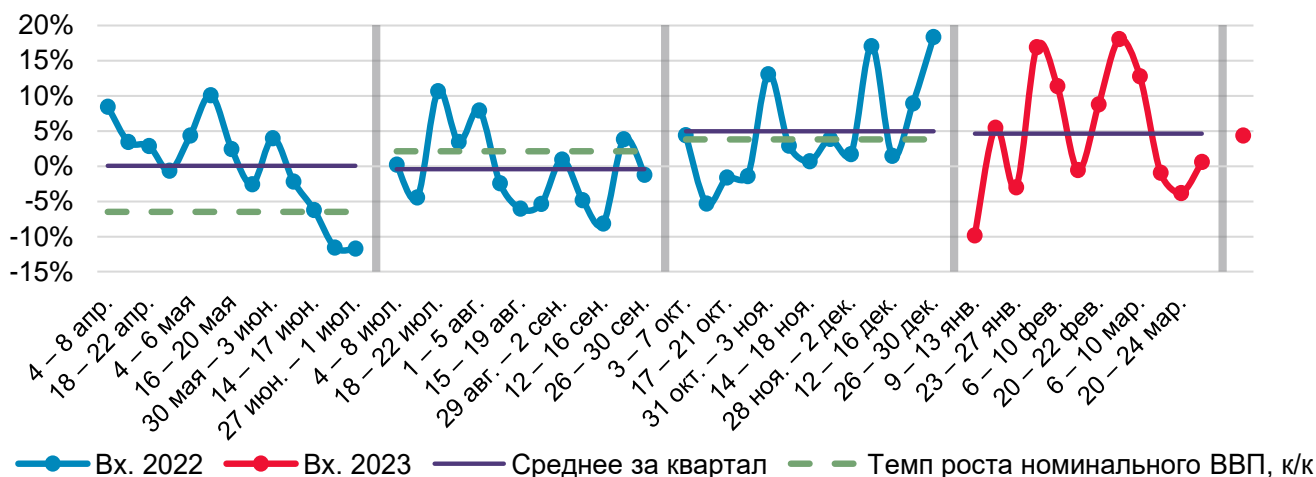
- На устойчивое расширение экономической активности в феврале указывает динамика выпуска базовых видов экономической деятельности, которая является хорошим опережающим индикатором для ВВП (Рисунок 17). Основной положительный вклад наряду с промышленностью (Рисунок 19) внесли строительная отрасль и розничная торговля.
- Выпуск в инвестиционных отраслях продолжил расти (Рисунок 20), внося основной вклад в восстановление обрабатывающей промышленности. Это связано с активным импортозамещением после ухода с рынка зарубежных поставщиков, а также ростом спроса со стороны государства. Динамика входящих платежей в ПС БР² в отраслях, ориентированных на инвестиционный спрос, указывает на возможное охлаждение в этом сегменте в марте после значительного роста в прошлом году и первые месяцы 2023 года. Ограниченная доступность зарубежного оборудования из недружественных стран (в том числе в связи с их усилиями по перекрытию альтернативных каналов поставок через дружественные страны) в текущей ситуации может ограничивать инвестиционные планы компаний в некоторых отраслях, где затруднен переход на оборудование из дружественных стран или продукцию внутренних производителей.
- При этом в феврале появились признаки оживления спроса со стороны смежных отраслей и конечного потребителя. Так, динамику выпуска промежуточных отраслей в феврале поддержало производство металлургической продукции, потребность в которой возросла из-за активизации жилого и инфраструктурного строительства.
- Выпуск группы потребительских отраслей оставался стабильным, при этом постепенное расширение потребительского спроса (Рисунок 25, Рисунок 26) на фоне роста трудовых доходов (Рисунок 21) и снижения уровня безработицы (Рисунок 22) уже в ближайшие кварталы может стимулировать переход сегмента к росту. Одновременно с этим будет продолжаться восстановление импорта за счет увеличения поставок потребительских товаров из дружественных стран. При этом у нас есть основания полагать, что значительное изменение структуры предложения потребительских товаров из-за переключения на иностранных поставщиков из дружественных стран или российских производителей, начавшееся в прошлом году, могло привести к переоценке глубины спада потребительского спроса и недооценке скорости его восстановления.

¹ Росстат 7 апреля представил обновленные квартальные оценки роста ВВП в 2022 г., который, согласно расчетам ДИП, в IV квартале ускорился до 2,5% к/к SA с 1,3% к/к SA.

² Платежная система Банка России.

- Опросные индикаторы³ указывают на то, что в марте экономическая активность продолжила расти (Рисунок 18). Производственные планы предприятий расширяются, что приводит к дальнейшему росту занятости во многих отраслях. Это происходит в ожидании дальнейшего увеличения спроса за счет новых клиентов на фоне ухода иностранных поставщиков и потребности в импортозамещении. Решение о добровольном сокращении добычи нефти в марте и продление его действия до конца года окажет сдерживающее влияние на активность в добыче полезных ископаемых и смежных отраслях в ближайшие месяцы.
- Продолжающееся улучшение потребительских настроений и выход оценок благоприятности времени для осуществления крупных покупок на докризисные максимумы также усиливают вероятность дополнительной активизации потребительского спроса за счет снижения нормы сбережений с повышенных уровней прошлого года (Рисунок 23).

Рисунок 16. Темп роста⁴ объема входящих платежей к среднему в предыдущем квартале, взвешенный по доле отраслей в ВДС, сезонность устранена, %

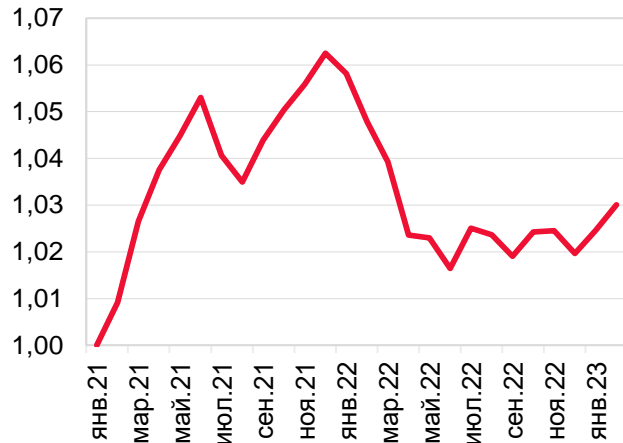


Источники: Банк России, Мониторинг отраслевых финансовых потоков.

³ Индексы PMI, прогнозов промышленности и промышленного оптимизма ИЭП в марте.

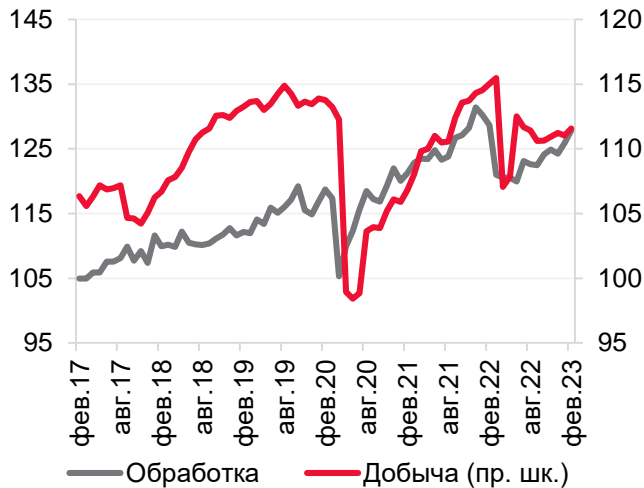
⁴ Под темпами роста понимается процентное изменение искомой величины: $g = \frac{(x_1 - x_0)}{x_0} * 100$.

Рисунок 17. Динамика выпуска базовых видов экономической деятельности, % м/м SA



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 19. Динамика индексов добычи полезных ископаемых и обрабатывающего производства (2014 = 100)



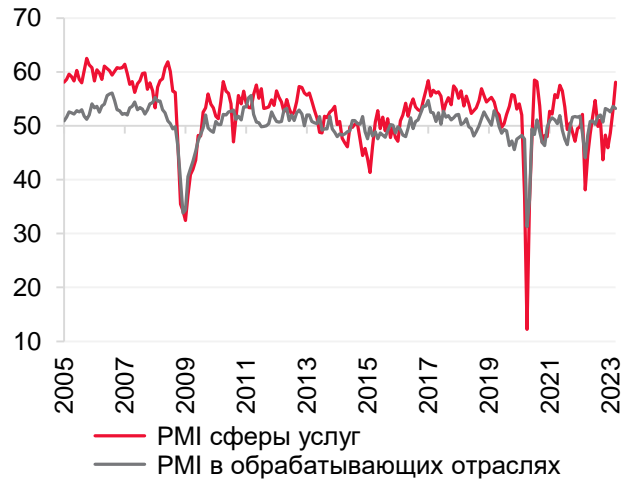
Источники: Росстат, расчет ДИП.

Рисунок 21. Динамика заработной платы, % г/г



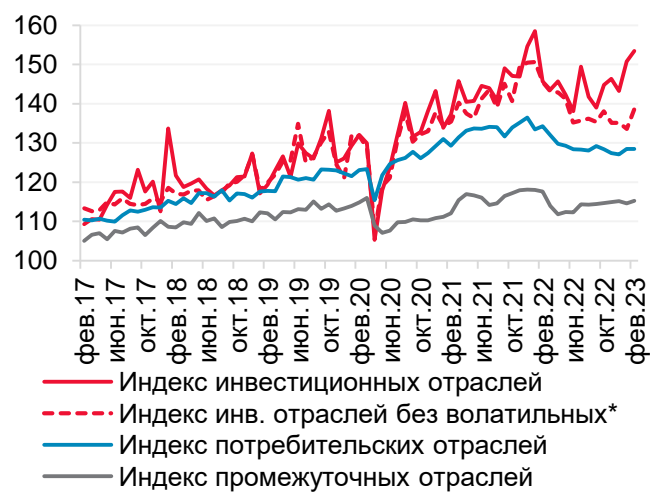
Источники: Росстат, СберИндекс, расчеты ДИП.

Рисунок 18. PMI в обрабатывающей промышленности и услугах, пунктов



Источник: S&P Global.

Рисунок 20. Выпуск групп отраслей обрабатывающей промышленности, SA, 01.2016=100%



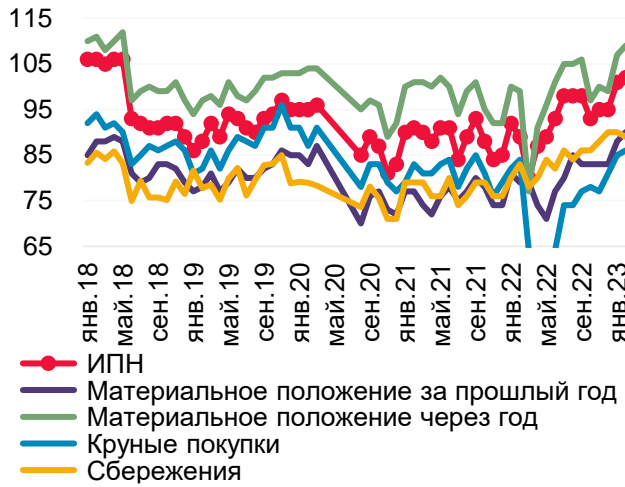
Источники: Росстат, расчет ДИП.

Рисунок 22. Уровень безработицы, %



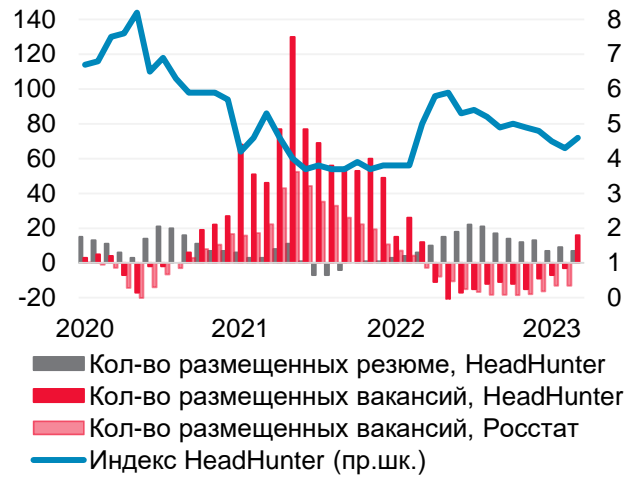
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 23. Динамика индекса потребительских настроений и его компонент, пунктов



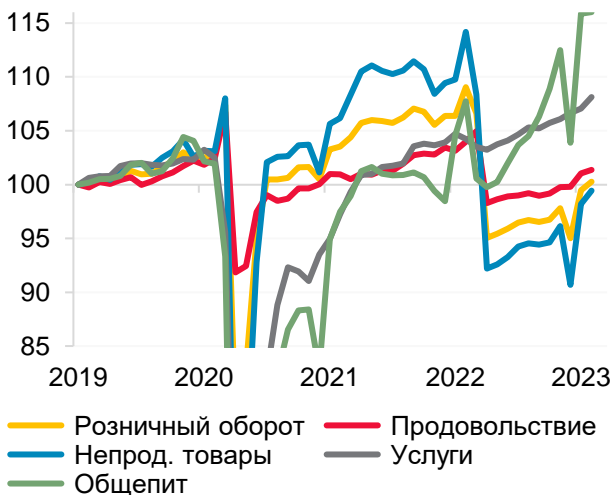
Источник: ООО «ИНФОМ».

Рисунок 24. Динамика резюме, вакансий (% г/г) и индекса HeadHunter (пункты)



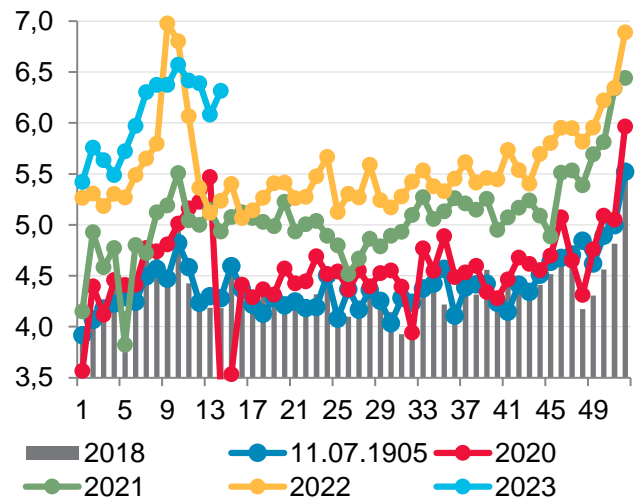
Источники: Росстат, HeadHunter, расчеты ДИП.

Рисунок 25. Динамика оборота розничной торговли, сегмента платных услуг и общепита, 1.2019=100%, SA



Источники: Банк России, Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 26. Динамика номинальных недельных расходов на товары повседневного спроса, тыс. руб.



Источник: Ромир.

2.2. Рост кредитования вновь ускорился

- По итогам марта, по оперативным оценкам, темпы роста широкой денежной массы замедлились до 14,8 с 15,2% г/г⁵ (Рисунок 32), денежной массы М2 – до 23,1 с 25,9% г/г. Основной вклад в создание денег в экономике по-прежнему вносит кредитование, при этом активно повышается влияние бюджетного стимула.

⁵ С исключением валютной переоценки.

- В феврале рост розничного кредитования ускорился до 1,2 с 0,8% м/м SA⁶ (Рисунок 27), главным образом за счет ипотечного сегмента (+2,2% после 1,4% м/м SA в январе). Объем выдач ипотечных кредитов поддержали льготные программы (Рисунок 28), прежде всего за счет расширения потенциального круга участников «Семейной ипотеки». Кроме того, продолжающееся дополнительное субсидирование ипотеки застройщиками (по ставкам 3%+) могло обеспечить сохранение высокого объема выдач по программе «Льготная ипотека», несмотря на повышение ставки по самой программе с 7 до 8%. На вторичном рынке объем выдач оставался пониженным на фоне некоторого роста ставок выше уровня 2022 г. (Рисунок 29). По итогам года мы ожидаем сохранения умеренного относительно уровней прошлых лет роста ипотечного портфеля на фоне ужесточения макропруденциальных мер Банка России⁷ и дестимулирования выдач рискованных ипотечных программ с экстремально низкими ставками⁸.
- Рост портфеля необеспеченных потребительских кредитов в феврале ускорился до 0,9 с 0,7% м/м SA, но остался умеренным, ниже среднего уровня 2021 г. (Рисунок 30). Рост портфеля может сдерживаться консервативной политикой банков вследствие ввода с 1 января макропруденциальных лимитов. В ближайшее время вероятно продолжение умеренного роста необеспеченного потребительского кредитования. Динамика поисковых запросов указывает на то, что интерес к кредитам остается несколько ниже уровней предыдущих лет (Рисунок 31).
- Портфель рублевых кредитов нефинансовых организаций вернулся к активному росту: 3,1% м/м SA после снижения на 0,1% м/м SA в январе (Рисунок 27). Рост кредитования – это еще одно свидетельство расширения деловой активности, на что указывают и другие оперативные индикаторы. Адаптация экономики к новым условиям, вероятно, поддержит активный спрос на корпоративное кредитование в ближайшее время.
- Рост рублевых депозитов компаний замедлился в феврале, но остался на повышенном уровне (1,3% после 2,3% м/м SA в январе), в том числе отражая активное расходование бюджетных средств⁹.
- Бюджет по-прежнему вносит значительный вклад в ускорение роста денежной массы, не вызывая пока при этом значимого замещения финансирования инвестиционной и операционной деятельности компаний (долгового на собственные средства), на что косвенно указывают высокие темпы роста кредитования.

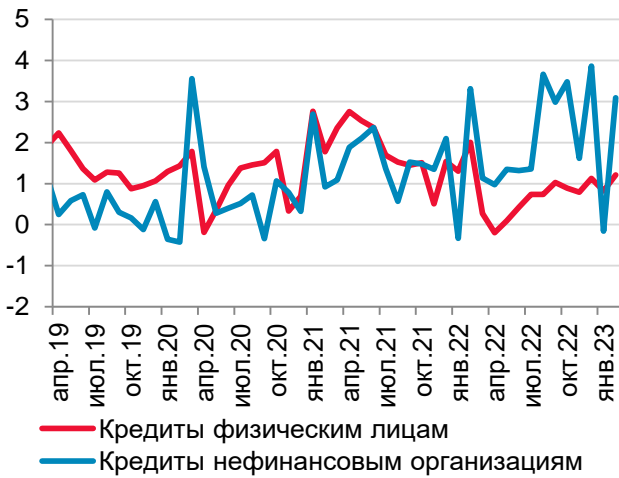
⁶ Оценка ДИП.

⁷ Банк России [повышает](#) с 1 мая 2023 г. надбавки к коэффициентам риска по высокорисковым ипотечным кредитам.

⁸ Банк России [дестимулирует](#) выдачу ипотечных кредитов, полная стоимость (ПСК) которых существенно ниже рыночного уровня. С 30 мая 2023 г. по таким ссудам, выданным после 15 марта 2023 г., банкам необходимо будет формировать дополнительные резервы.

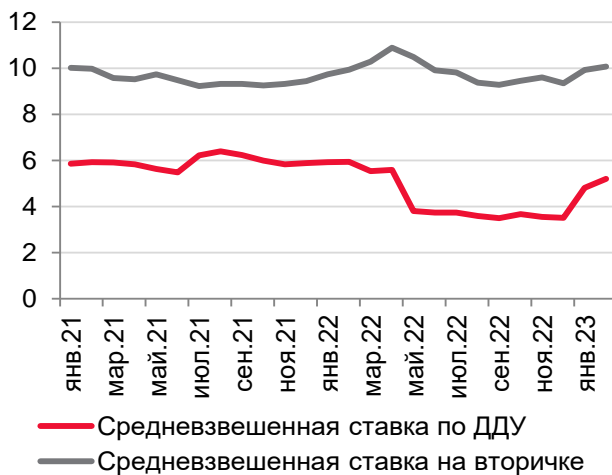
⁹ Дефицит федерального бюджета в феврале составил 0,81 трлн руб. (в январе –1,76 трлн руб.).

Рисунок 27. Динамика рублевого кредитования, % м/м SA



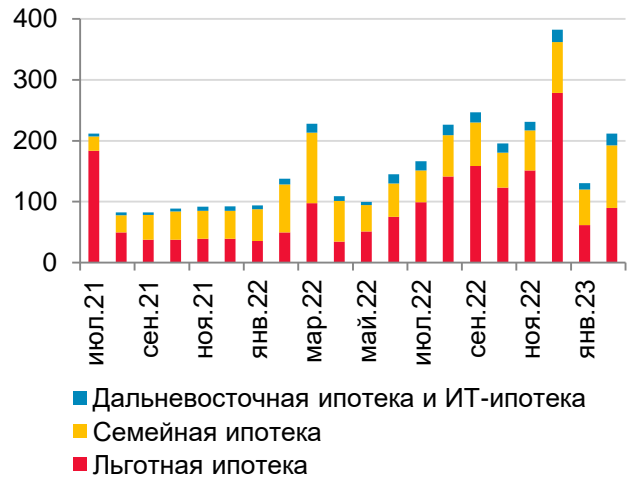
Источники: Банк России, расчеты ДИП.

Рисунок 29. Динамика средневзвешенной ставки по отдельным сегментам ипотеки, %



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

Рисунок 28. Объем выдач в рамках льготных ипотечных программ, млрд. руб.



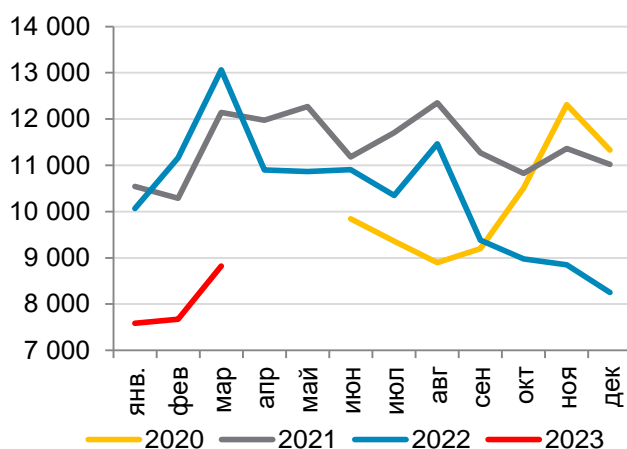
Источники: ДОМ.РФ, расчеты ДИП.

Рисунок 30. Динамика задолженности по необеспеченным потребительским кредитам и автокредитам, % м/м SA



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

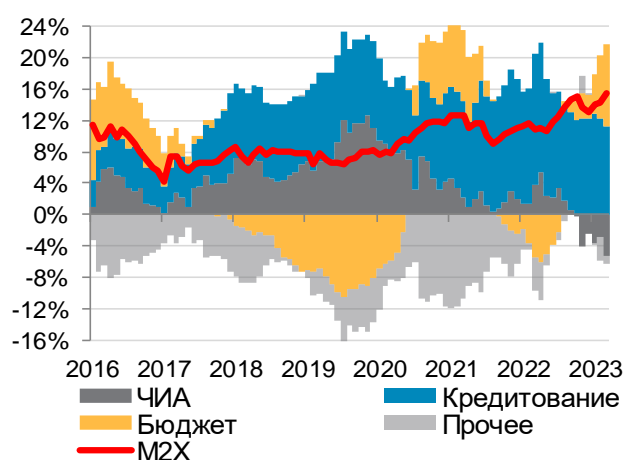
Рисунок 31. Динамика запросов Яндекс по слову «кредит», тыс. ед.



Примечание. Значение за март 2023 г. — на основе недельных оценок до 26.03.2023.

Источники: Wordstat, расчеты ДИП.

Рисунок 32. Декомпозиция роста широкой денежной массы, % г/г



Примечание. С очисткой от влияния валютной переоценки.

Источники: Банк России, расчеты ДИП.

3. Финансовые рынки

3.1. Наклон кривой ОФЗ остается высоким

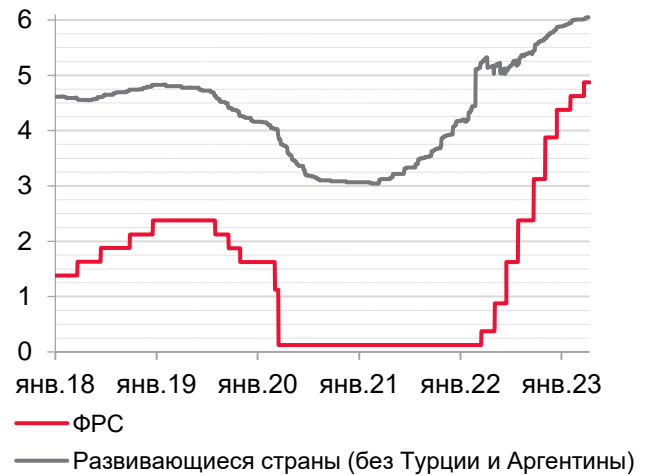
- Доходности ОФЗ с начала марта немного выросли в основном в средне- и долгосрочном сегментах. Рост волатильности на мировых финансовых рынках из-за проблем в банковском секторе в США и Европы прямо не отразился на российском финансовом рынке: после 2022 г. доходности ОФЗ перестали зависеть от действий и настроений нерезидентов и определяются в основном внутренними факторами (ДКП, инфляционные ожидания, бюджетная политика и другие).
- Наклон кривой ОФЗ (10 лет – 2 года) остается весьма значительным, на многолетних максимумах. Это может отражать опасения участников рынка относительно динамики инфляции на средне- и долгосрочном горизонте, что выражается в повышенной премии за инфляционный риск в длинных бумагах.
- Минфин России продолжает предлагать классические средне- и долгосрочные ОФЗ, воздерживаясь от размещения ОФЗ с плавающим купоном. Предложение сопровождается предоставлением премий на уровне 4–8 б.п. от уровня вторичного рынка накануне дня аукциона. Всего в II квартале Минфин России планирует разместить ОФЗ на 850 млрд рублей.

Рисунок 33. Динамика доходностей казначейских облигаций США



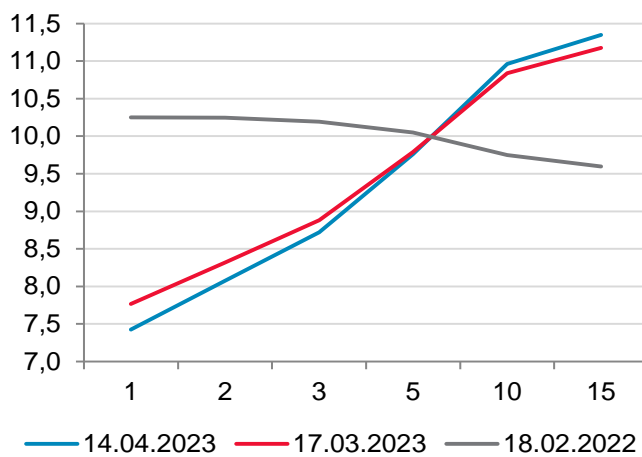
Источник: Cbonds.

Рисунок 34. Динамика ключевых ставок центральных банков, % годовых



Источники: BIS, расчеты ДИП.

Рисунок 35. Кривая бескупонной доходности ОФЗ, %



Источник: Cbonds.

Рисунок 36. Волатильность курса рубля



Источник: Cbonds.

3.2. Сокращение добычи ОПЕК+ сгладит колебания нефтяных цен

- С начала марта котировки сырьевых товаров демонстрировали разнонаправленную динамику. Негативное влияние на цены большинства сырьевых товаров оказала нестабильность в банковском секторе США и Европы, усилившая опасения замедления роста мировой экономики. Повышательное давление на котировки оказало ослабление доллара США (индекс DXY снизился на 3%). Индекс цен сырьевых товаров Bloomberg прибавил 1%. Цены на драгоценные металлы выросли (+12%) на фоне роста спроса на защитные активы. Котировки сельскохозяйственных товаров

прибавили 1% при сокращении цен энергетических товаров на 5% (Рисунок 37). Цена нефти марки Urals¹⁰ выросла на 9%, до 68 долл. США /барр. (Рисунок 38).

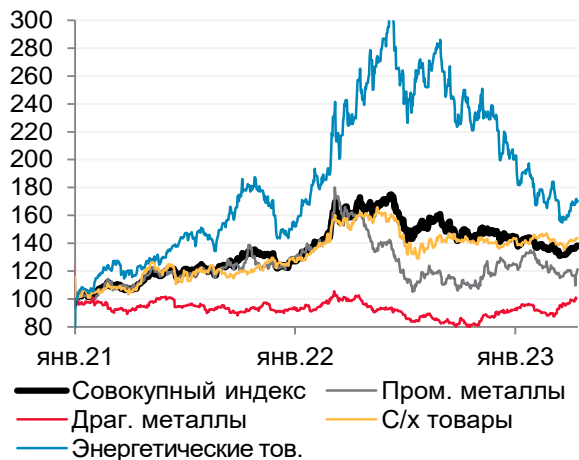
- Поддержку нефтяным ценам оказало решение ОПЕК+ о добровольном сокращении добычи на 1,7 млн б/с с мая до конца 2023 г. (включая вклад России в размере 0,5 млн б/с). Решение призвано изъять излишек с нефтяного рынка¹¹. По нашим расчетам на основе апрельского прогноза Минэнерго США, при прочих неизменных параметрах (в том числе динамике спроса) решение может привести к образованию небольшого дефицита предложения в оставшейся части года и предотвратить рост запасов в странах ОЭСР выше пятилетнего среднего уровня в ближайшие кварталы (Рисунок 39, Рисунок 40).
- На риски образования дефицита нефти на рынке указывает также значительное усиление бэквордации фьючерсной кривой нефти (рост цен на среднем и особенно коротком участке кривой, увеличивший отрицательный наклон кривой) (Рисунок 41). Спред между ценами фьючерса в декабре 2023 и 2024 гг., который можно использовать в качестве индикатора напряженности ситуации на рынке, вырос с конца марта 2023 г. почти в два раза, до максимальной величины с октября 2022 года. Тем не менее, неопределенность относительно дальнейшей динамики мировой экономики и, соответственно, спроса на нефть повысилась. Превентивное решение ОПЕК+ поможет сгладить ценовые колебания на рынке нефти в случае, если динамика спроса окажется хуже текущих ожиданий.
- Активное повышение нефтяных котировок вряд ли вызовет существенное ускорение роста добычи сланцевыми производителями. По данным ФРБ Далласа и Канзас-Сити, расширение деловой активности в ключевых сланцевых регионах США¹² практически остановилось в I квартале (Рисунок 42). Возросшие затраты на оплату труда и комплектующие наряду с сохраняющимся в отрасли дефицитом высококвалифицированных кадров привели к росту затрат. Это обусловило увеличение средних цен, которые покрывают операционные затраты и обеспечивают прибыльное бурение новых скважин – до 37 и 63 долл. США / барр. соответственно (34 и 56 долл. США / барр. в 2022 г.).
- Понижательное давление на мировые цены сельскохозяйственной продукции оказало продление зерновой сделки. Экспортные поставки зерновых, преимущественно пшеницы, оставались значительными благодаря высокому урожаю. Вместе с тем, [Минсельхоз России и Российский зерновой союз ожидают уменьшения сбора зерновых в 2023 г.](#) на 20%, до 125-127 млн т., из-за сокращения посевных площадей и снижения технологичности посевных работ, прежде всего в фермерских хозяйствах (с риском снижения до 120 млн т. в случае негативных погодных условий). Это может ограничить возможности для экспорта в следующем сельскохозяйственном сезоне и выровнять внутренний баланс спроса и предложения зерновых.

¹⁰ На базисе CIF в порту Augusta.

¹¹ По оценкам Минэнерго США, 0,6–1,1 млн б/с в апреле – мае (Рисунок 39).

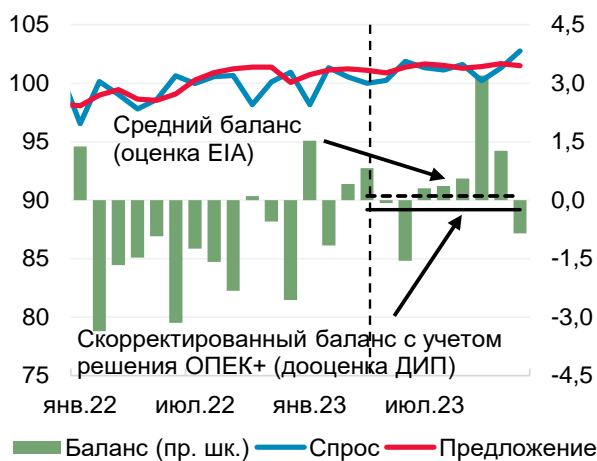
¹² 4/5 добычи сланцев и 1/2 совокупной добычи.

Рисунок 37. Индексы Bloomberg цен товаров и металлов (01.01.2021 = 100)



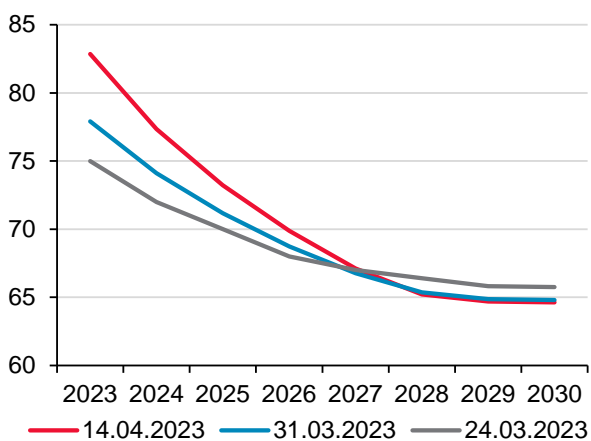
Источники: Investing.com, CNBC, расчеты ДИП.

Рисунок 39. Основные показатели мирового рынка жидкого топлива, млн б/с



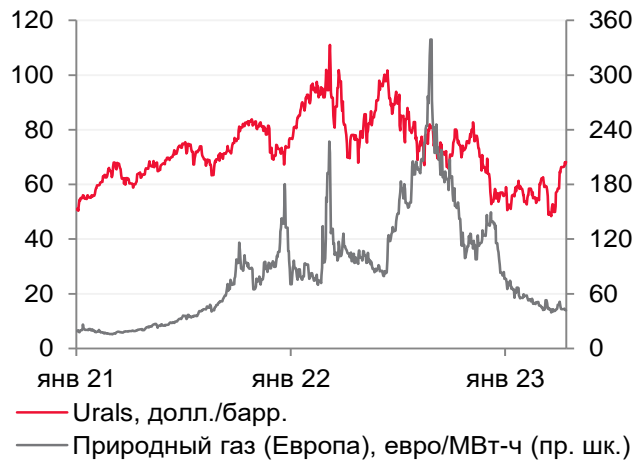
Источники: EIA, расчеты ДИП.

Рисунок 41. Фьючерсная кривая (Brent), долл. США / барр.



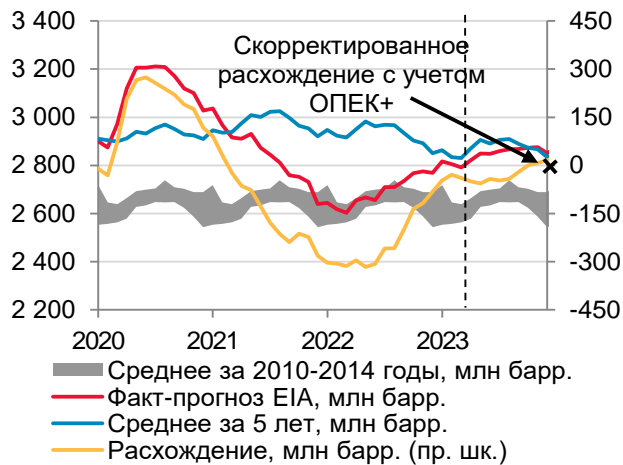
Источники: ICE, Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 38. Цена нефти Urals и природного газа в Европе



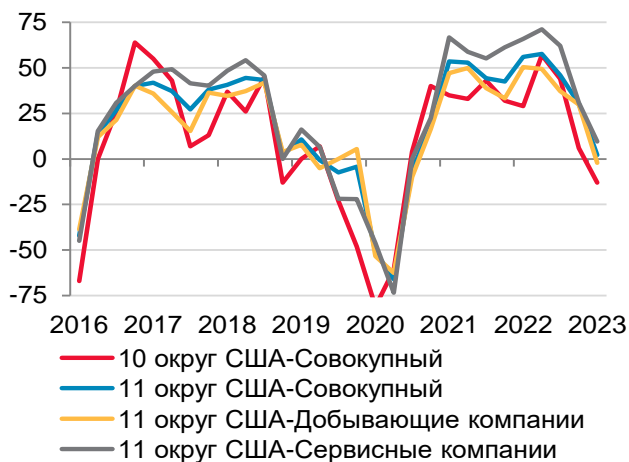
Источники: Investing.com, расчеты ДИП.

Рисунок 40. Коммерческие запасы нефти и нефтепродуктов в странах ОЭСР



Источники: EIA, расчеты ДИП.

Рисунок 42. Показатель бизнес-активности нефтяных компаний США*, пунктов



* Положительное значение - усиление активности по сравнению с предыдущим кварталом, отрицательное - снижение активности.

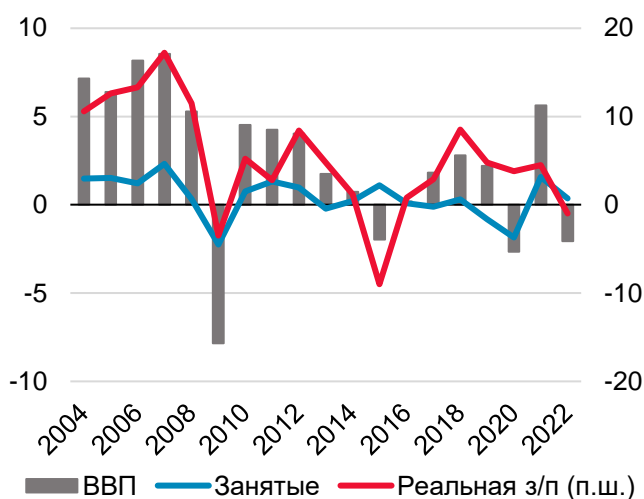
Источник: ФРБ Далласа.

В фокусе. Низкая мобильность на рынке труда может сдерживать скорость структурной перестройки экономики

- Российский рынок труда в периоды адаптации к кризисным ситуациям исторически характеризуется относительной жесткостью с низкой межотраслевой и межрегиональной мобильностью, а также активно растущей неполной занятостью.
- Усиление конкуренции за работников при негативной динамике предложения труда, связанной с временными вызовами и долгосрочными демографическими трендами, во многом объясняет сокращение безработицы до исторически низкого уровня и ускоренный рост заработной платы.
- Увеличение мобильности рабочей силы занимает длительное время, что может стать одним из факторов, снижающих скорость структурной перестройки экономики. Для преодоления таких негативных эффектов нужна активная политика по повышению мобильности, как отраслевой, так и региональной.

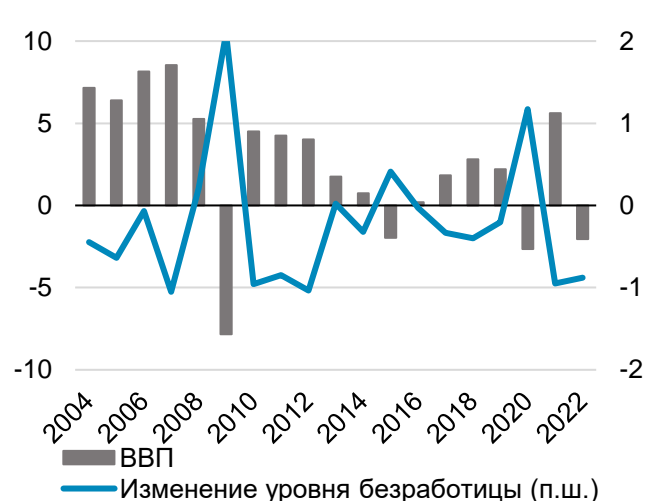
На протяжении двух последних десятилетий особенностью российского рынка труда считался его механизм адаптации к экономическим вызовам через снижение реальной заработной платы при достаточно стабильной занятости и относительно небольшом росте уровня безработицы (частично за счет увеличения неполной занятости) (Рисунок 43, Рисунок 44). Это связано как с институциональными особенностями российского рынка труда, так и с низкой пространственной мобильностью рабочей силы. Неготовность работников к трудовой миграции между регионами и/или отраслями, подкрепленная институциональными особенностями, сдерживающими снижение занятости на стороне работодателей в случае сокращения спроса на свою продукцию, может приводить к возникновению дисбалансов в отдельных отраслях.

Рисунок 43. Численность занятых, реальная заработная плата и реальный ВВП, % г/г



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 44. Динамика ВВП (% г/г) и изменение уровня безработицы (п.п.)



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Ситуация на рынке труда в 2022 г. немного отличалась от предыдущих эпизодов снижения деловой активности. Уменьшение реальной заработной платы, несмотря на ускорение роста цен, было небольшим, при этом уровень безработицы снизился до минимального уровня за всю историю наблюдений. Это произошло на фоне постепенного восстановления спроса на труд во втором полугодии, которое при возросшей в постпандемийный период жесткости рынка спровоцировало [усиление дефицита кадров](#) и, как следствие, ускорение роста зарплат в отдельных секторах (Рисунок 21).

Особенность текущего эпизода подстройки экономики к значительным изменениям внешних условий – значительная разнородность его влияния на различные отрасли. Так, например, в одной из наиболее пострадавших отраслей транспортировки воздушным транспортом кратно выросло число простоев и занятых неполное рабочее время. Похожая ситуация наблюдалась в торговле и ряде отраслей обрабатывающей промышленности, зависимых от поставок импортных комплектующих и сырья и имеющих высокую долю иностранной собственности (Рисунок 45, Рисунок 46). В то же время в выигравших от изменения логистических цепочек отраслях сухопутного транспорта, добычи и строительства неполная занятость, напротив, сильно сократилась.

Рисунок 45. Численность работников в простое по ВЭД в 2022 г., % г/г



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 46. Численность работников, занятых неполное рабочее время по ВЭД в 2022 г., % г/г

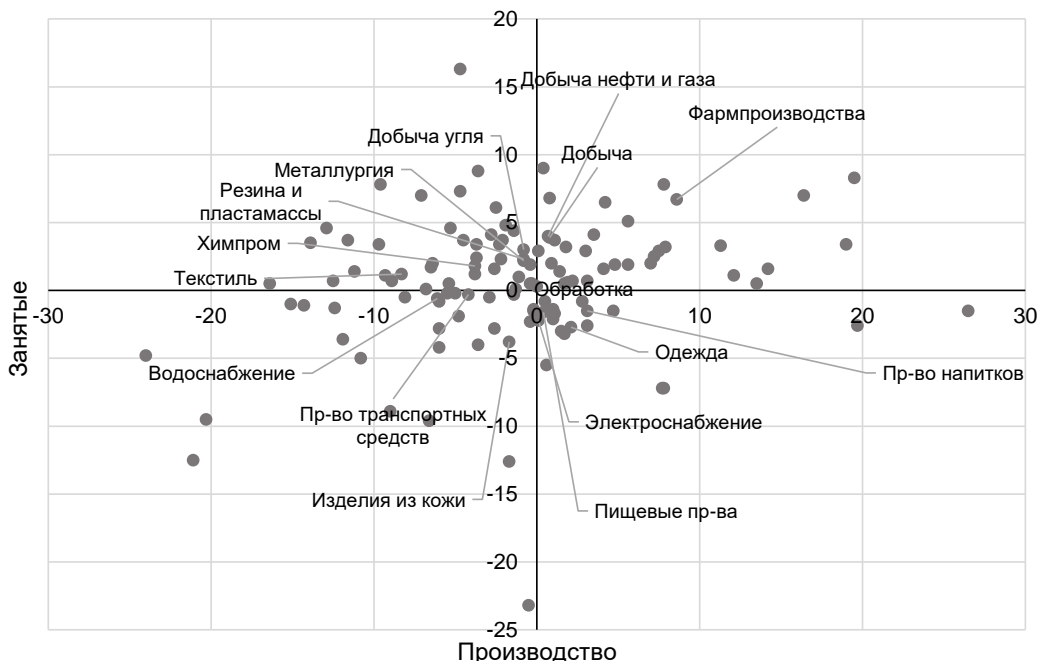


Источники: Росстат, расчеты ДИП.

По ряду отраслей промышленности в 2022 г. отмечается сохранение или даже рост численности занятых при значительном снижении выпуска (Рисунок 48). Аналогичная картина наблюдается в разрезе регионов. Низкая отраслевая и региональная мобильность, иногда мотивированная социальной стабильностью в отдельных регионах/городах, приводит к тому, что процесс перетока рабочей силы из «простаивающих» отраслей в те, у которых растет потребность в работниках, идет крайне медленно (Рисунок 49). В таких отраслях растет конкуренция за персонал, усиливаемая тем фактом, что потенциал дополнительного вовлечения населения в рынок труда невысок (в том числе из-за демографии, см. ниже). Высокая конкуренция за трудовые ресурсы, вызванная их ограниченной

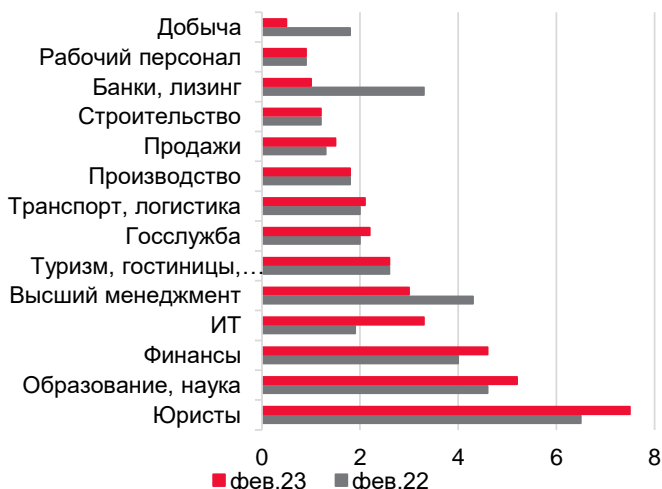
мобильностью, стимулирует рост зарплат темпами выше роста производительности, что увеличивает проинфляционные риски и может стать фактором, тормозящим структурную перестройку экономики (Рисунок 52). По итогам 2022 г. лидерами роста зарплат стали строительство, добыча и обработка (Рисунок 53). В обработке по динамике трудовых доходов лидируют производство удобрений, сельхозтехники, станков, компьютеров, одежды, а также металлургия. Это отражает потребность экономики в рабочих специальностях особенно в секторах, активно вовлеченных в импортозамещение.

Рисунок 47. Динамика производства и численности занятых в промышленности в 2022 г., % г/г



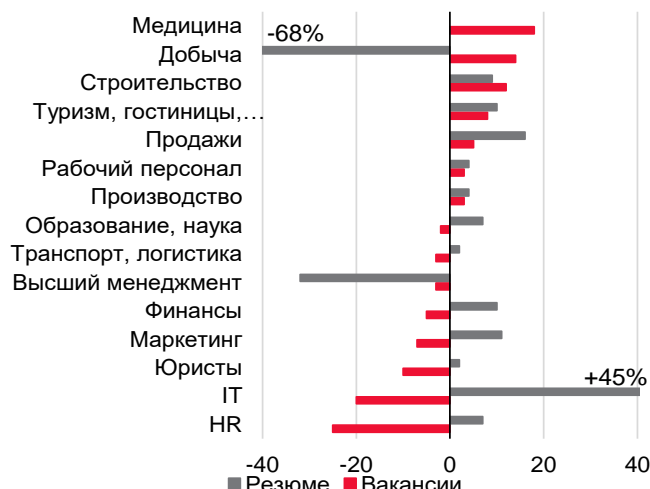
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 48. Динамика индекса HeadHunter¹³ в феврале 2023 г., % г/г



Источник: HeadHunter.

Рисунок 49. Динамика резюме и вакансий в профессиональных сферах в феврале 2023 г., % г/г

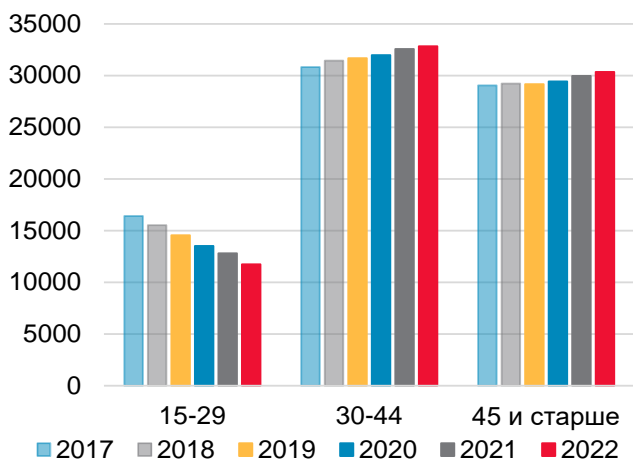


Источник: HeadHunter.

¹³ Индекс HeadHunter отражает отношение активных резюме к вакансиям. Чем он выше, тем ниже конкуренция за персонал.

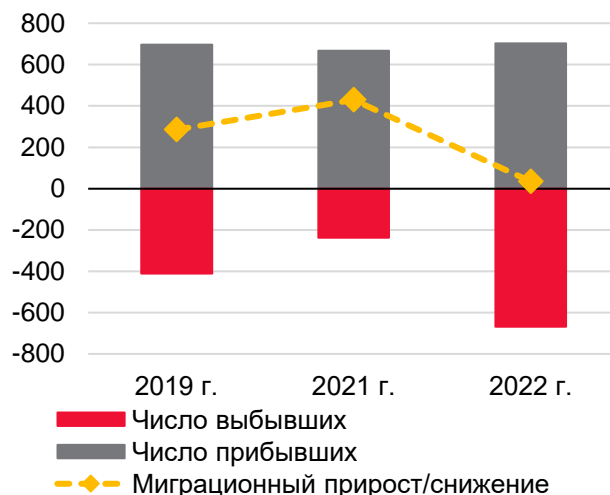
Дополнительные риски для нарастания жесткости создает долгосрочная демографическая тенденция на расширение в рабочей силе доли возрастной когорты старше 40 лет, которая, по [прогнозам](#), к 2030 г. вырастет до 63% (Рисунок 50). Частично естественную демографическую динамику ранее компенсировал значительный миграционный приток, который в настоящее время заметно сократился (Рисунок 51).

Рисунок 50. Численность рабочей силы по возрасту, тыс. человек



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 51. Международная миграция, тыс. человек



Источник: Росстат.

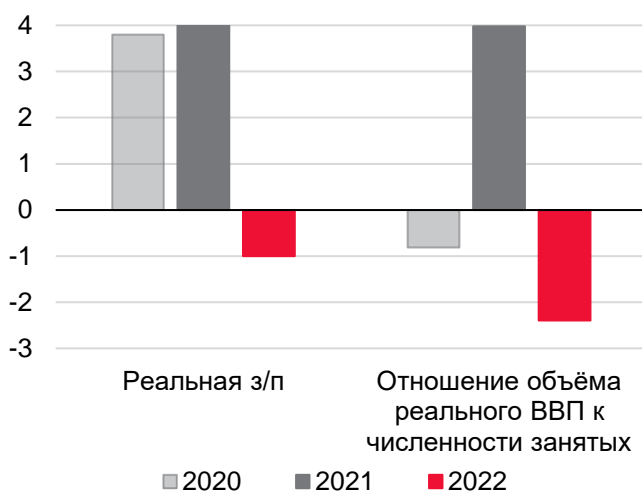
Таким образом, низкая межотраслевая и межрегиональная мобильность рабочей силы может быть значимым фактором в определении скорости и эффективности структурной трансформации экономики в новых реалиях. Для постепенного увеличения мобильности труда в экономике можно предпринять несколько шагов:

- 1) Отказаться от практики искусственного поддержания занятости в отраслях, столкнувшихся со структурным снижением спроса на свою продукцию, отдавая приоритет стимулированию занятости в отраслях, которые могут выступить драйверами будущего экономического роста в условиях происходящих структурных изменений.
- 2) Создавать стимулы и возможности для переобучения и освоения новых профессий и специальностей. Часто требования к работникам в растущих отраслях отличаются от набора навыков и компетенций, которые есть у потенциальных кандидатов. Для многих из них это является одним из препятствий для смены работы. Наличие возможности получить нужные навыки и знания или актуализировать старые может увеличить эффективность подбора новых кадров и стимулировать работников к переходу в другие компании.
- 3) Развитие рынка арендного жилья. Одно из препятствий для переезда в новый регион для смены места работы – сложности при поиске жилья для аренды. Организация коммерческой аренды (арендные дома) и институализация рынка арендного жилья могут значительно улучшить межрегиональную мобильность за счет снижения возможных издержек работников на переезд в другой регион. Отдельной важ-

ной проблемой является вопрос распоряжения жилой недвижимостью теми, кто решается на переезд. Так, в России высока доля владения жилой недвижимостью. Для многих наличие квартиры в собственности является важным контраргументом для переезда. Возможность сдать ее в аренду с помощью надежных посредников также может подтолкнуть к более легкому решению на переезд в другой регион.

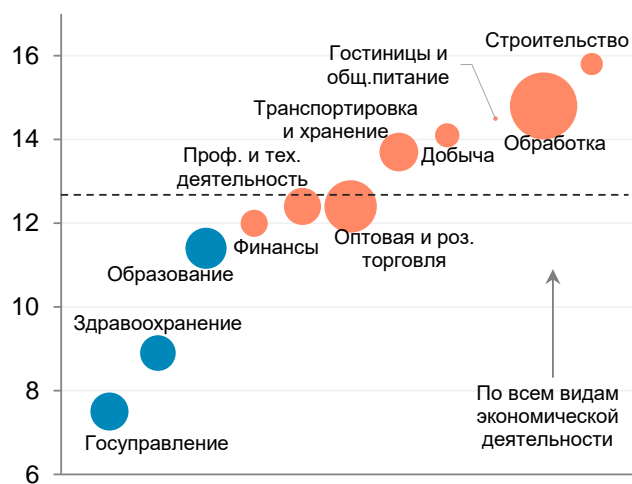
Реализация вышеперечисленных шагов и проявление соответствующего эффекта на рынке труда, безусловно, потребуют времени. Поэтому ситуация на рынке труда предположительно будет еще достаточно продолжительное время ограничивать скорость структурной трансформации российской экономики.

Рисунок 52. Динамика реальной заработной платы и производительности, % г/г



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 53. Динамика заработной платы по ВЭД в январе – декабре 2022 г., % г/г



Примечание. Размеры кружков соответствуют вкладам ВЭД в совокупный ФОТ.

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Александр Морозов, директор

Артур Ахметов

Кристина Вировец

Сергей Власов

Ирина Крячко

Татьяна Кузьмина

Софья Мякишева

Максим Неваленный

Екатерина Петренева

Алексей Поршаков

Белла Рабинович

Арина Сапова

Марина Стародубцева

Юлия Ушакова

Анастасия Хажгериева

Мария Харламова

Яна Чернышова

Дмитрий Чернядьев